



佛山市建设发展集团有限公司2022年面向 专业投资者公开发行永续期公司债券（第 一期）信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



佛山市建设发展集团有限公司2022年面向专业投资者 公开发行可续期公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果

| | |
|--------|----------|
| 主体信用等级 | AA+ |
| 评级展望 | 稳定 |
| 债券信用等级 | AA+ |
| 评级日期 | 2022-6-9 |

评级观点

- 中证鹏元评定佛山市建设发展集团有限公司¹（以下简称“佛山建发集团”或“公司”）本期拟面向专业投资者公开发行不超过 7 亿元（含）可续期公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
- 上述等级的评定是考虑到佛山市经济发展水平在广东省内相对领先，公司业务多元且持续性较好，近年获得了较大的外部支持；同时中证鹏元也关注到，公司应收款项及存货对资金占用较大，存在一定的建设资金压力和较大的偿债压力，并且面临一定的或有负债风险等风险因素。

债券概况

发行规模：不超过 7 亿元（含）

发行期限：基础期限为 3 年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，于公司行使续期选择权时延长一个周期，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期

偿还方式：在公司不行使续期选择权、递延支付利息权的情况下，每年付息一次，到期一次还本；附公司续期选择权、递延支付利息权、赎回选择权

发行目的：扣除发行费用后，5 亿元用于偿还到期债务；2 亿元用于补充流动资金用途

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2022.3 | 2021 | 2020 | 2019 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 258.92 | 248.13 | 166.12 | 133.18 |
| 所有者权益 | 78.54 | 76.52 | 53.58 | 50.27 |
| 总债务 | 133.65 | 130.60 | 65.73 | 45.04 |
| 资产负债率 | 69.67% | 69.16% | 67.75% | 62.25% |
| 现金短期债务比 | 0.55 | 0.54 | 0.61 | 0.59 |
| 营业收入 | 34.19 | 140.13 | 108.47 | 82.07 |
| 其他收益 | 0.01 | 0.07 | 0.07 | 0.93 |
| 利润总额 | 1.10 | 5.10 | 4.62 | 7.72 |
| 销售毛利率 | 7.16% | 10.24% | 11.38% | 18.65% |
| EBITDA | -- | 8.03 | 7.57 | 10.12 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 1.77 | 2.24 | 4.25 |
| 经营活动现金流净额 | -0.08 | -0.31 | -5.99 | 1.43 |
| 收现比 | 1.16 | 1.03 | 1.02 | 1.01 |

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

项目组成员：刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

¹ 2022 年 8 月，公司名称由佛山市建设开发投资有限公司改为现名。

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**佛山市地处珠三角腹地，是我国重要的制造业基地，工业体系较为健全，经济发展水平在广东省内相对领先；在粤港澳大湾区国家发展战略下，佛山市将为湾区建设提供重要极点支撑。
- **公司业务多元，且持续性较好。**公司主要以城市更新方式承担佛山市国资体系内土地开发建设任务，及佛山市住房租赁改革试点任务；且近年铝型材及有色金属材料贸易业务发展较快。截至 2022 年 3 月末公司主要在建及拟建城市更新及住房租赁项目规模较大，业务持续性较好。
- **近年公司获得较大力度的外部支持。**近年公司获得佛山市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“佛山国资委”）及其他股东较大规模的资金注入，资本实力得到提升；同期公司获得一定规模的政府补贴。

关注

- **城市更新、有色金属及金属制品贸易业务面临一定的市场波动风险。**近年房地产市场调控政策持续加码，房地产市场景气较为低迷，公司城市更新业务面临一定的市场波动风险；公司有色金属及金属制品贸易规模较大，铝原料价格波动对该业务盈利能力影响较大，且铝型材贸易业务供应商集中度较高，货款回收周期较长。
- **公司应收款项和存货资金占用较大。**截至 2022 年 3 月末，公司存货及应收款项占资产比重较高，对营运资金占用较大；且存货以城市更新项目开发成本为主，存在一定去化压力，应收款项存在一定的回收风险。
- **公司负债水平较高，面临较大的偿债压力。**截至 2022 年 3 月末公司资产负债率较高、总债务规模较大，且 2021 年总债务规模大幅增长，债务结构以短期债务为主，现金短期债务比较低。
- **公司存在一定的建设资金压力。**近年公司经营活动现金流表现欠佳，截至 2022 年 3 月末，公司主要在建及拟建的城市更新与住房租赁项目预计总投资规模较大，未来随着项目建设推进，尚需投入较多建设资金。
- **新并购上市公司存在一定经营风险。**2022 年 4 月公司协议收购深圳文科园林股份有限公司（以下简称“文科园林”，证券代码：002775.SZ）23% 股权并实现控制，此次收购预计将形成较大规模的商誉，且文科园林目前存在一定经营困境，公司通过对外担保、借款等方式向文科园林提供流动性支持，若未来文科园林经营困境未能缓解，公司将面临较大的投资损失、或有负债风险及商誉减值风险。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2022 年 3 月末，公司对外担保金额 6.14 亿元，且未设置反担保措施。

本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称 | 版本号 |
|---------------|--------------------|
| 城投公司信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2019V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法 | cspy_ff_2019V1.0 |

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

| 评分要素 | 评分指标 | 指标评分 | 评分要素 | 评分指标 | 指标评分 |
|----------|-------------------|------|----------|---------------|------|
| 业务状况 | 区域风险状况 | 最低 | 财务风险状况 | 有效净资产规模 | 5 |
| | GDP 规模 | 5 | | 资产负债率 | 2 |
| | GDP 增长率 | 5 | | EBITDA 利息保障倍数 | 7 |
| | 地区人均 GDP/全国人均 GDP | 5 | | 现金短期债务比 | 3 |
| | 公共财政收入 | 5 | | 收现比 | 7 |
| | 区域风险状况调整分 | 0 | | | |
| | 经营状况 | 强 | | | |
| | 业务竞争力 | 6 | | | |
| | 业务持续性和稳定性 | 7 | | | |
| | 业务多样性 | 2 | | | |
| 业务状况等级 | | 非常强 | 财务风险状况等级 | | 较小 |
| 指示性信用评分 | | | | | aa |
| 调整因素 | | 无 | 调整幅度 | | 0 |
| 独立信用状况 | | | | | aa |
| 外部特殊支持调整 | | | | | 1 |
| 公司主体信用等级 | | | | | AA+ |

历史评级关键信息

| 主体评级 | 债项评级 | 评级日期 | 项目组成员 | 适用评级方法和模型 | 评级报告 |
|------|------|------|-------|-----------|------|
| 无 | 无 | 无 | 无 | 无 | 无 |

一、发行主体概况

公司成立于2012年2月，系经中国共产党佛山市委员会办公室、佛山市人民政府办公室《关于印发<佛山市“大国资、全覆盖”总体工作方案>的通知》（佛办发〔2011〕13号）批准设立，初始注册资本为0.20亿元，由佛山国资委全额出资。

2013年6月佛山国资委印发《佛山市国资委关于市控股公司对彩管公司改制债务转移和债权转让的批复》（佛国资改〔2013〕35号），同意公司通过债务转移方式承接佛山彩色显像管公司（以下简称“彩管公司”）对佛山市新元资产管理有限公司（以下简称“佛山新元”）、佛山市公盈投资控股有限公司（以下简称“佛山公盈”）等4家债权企业的债务。2017年2月，佛山国资委同意公司实施债转股工作，将佛山新元、佛山公盈等4家企业对公司债权转为股权，并于2017年5月完成工商登记变更；至此公司注册资本增至5.31亿元，其中佛山公盈持有公司50.78%的股权，系公司的控股股东，公司的实际控制人仍为佛山国资委。

后经多次增资、资本公积转增股本及股权转让，截至2022年3月末，公司注册资本及实收资本增至12.26亿元，公司第一大股东为佛山公盈，持股比例为41.41%，第二大股东佛山国资委直接持有公司35.94%的股权，此外佛山市控股集团有限公司（原“佛山市公用事业控股有限公司”，以下简称“佛山控股集团”）、佛山电建集团有限公司（以下简称“佛山电建”）、广东财政厅分别持有公司9.91%、10.44%、2.30%的股权。此外根据佛山公盈、佛山控股集团、佛山电建与佛山国资委签署的《授权委托书》，上述股东委托佛山国资委代为行使全部股东权利；公司控股股东及实际控制人均为佛山国资委；公司产权结构如附录二所示。

公司为佛山市城市建设平台，主要以城市更新方式承担佛山市国资体系内的土地开发建设任务，并从事住房租赁、铝型材及有色金属材料贸易等业务。截至2022年3月末，公司纳入合并范围的一级子公司共5家，具体如附录四所示。

二、本期债券概况

债券名称：佛山市建设发展集团有限公司2022年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）；

发行规模：不超过7亿元（含）；

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务；

债券期限和利率：本期债券基础期限为3年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，于公司行使续期选择权时延长一个周期，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期；

本期债券采用单利按年计息，首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差；如果公司行使续期选择权，则本期债券后续每个周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点；

还本付息方式：若在本期债券的某一续期选择权行权年度，公司选择全额兑付本期债券，则该计息年度的付息日即为本期债券的兑付日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个交易日，顺延期间兑付款项不另计息），公司于兑付日向投资者支付票面总额的本金；在公司不行使递延支付利息选择权的情况下，每年付息一次；

公司续期选择权：本期债券以每3个计息年度为1个周期，在每个重新定价周期末，公司有权选择将本债券期限延长1个周期（即延长不超过3年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。公司续期选择权的行使不受次数的限制。公司将于本次约定的续期选择权行使日前至少30个交易日，披露续期选择权行使公告；

递延支付利息权：本期债券附设公司递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息或其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，将于付息日前10个交易日披露递延支付利息公告；

公司赎回选择权：除以下两种情况外，公司没有权利也没有义务赎回本期债券：

1、公司因税务政策变更进行赎回

公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回；

2、公司因会计准则变更进行赎回

根据《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》（财会〔2017〕7号）、《企业会计准则第37号——金融工具列报》（财会〔2017〕14号）和《关于印发〈金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定〉的通知》（财会〔2014〕13号），公司将本期债券计入权益。若未来因会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过7亿元（含），扣除发行费用后，拟将5亿元用于偿还到期债务；2亿元用于补充流动资金用途。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年财政在落实减税降费的基础上实现了一定增收，全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2019-2020年，城投公司融资环境逐步宽松，但城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累；2021年随着经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2019年，在控制隐性债务风险前提下，城投公司合理融资需求得到保障，整体融资环境有所改善。2019年5月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》，指出要合理保障必要在建项目后续融资。

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松。具体来看，自2月起，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”。3月，中共中央政治局常务会议提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

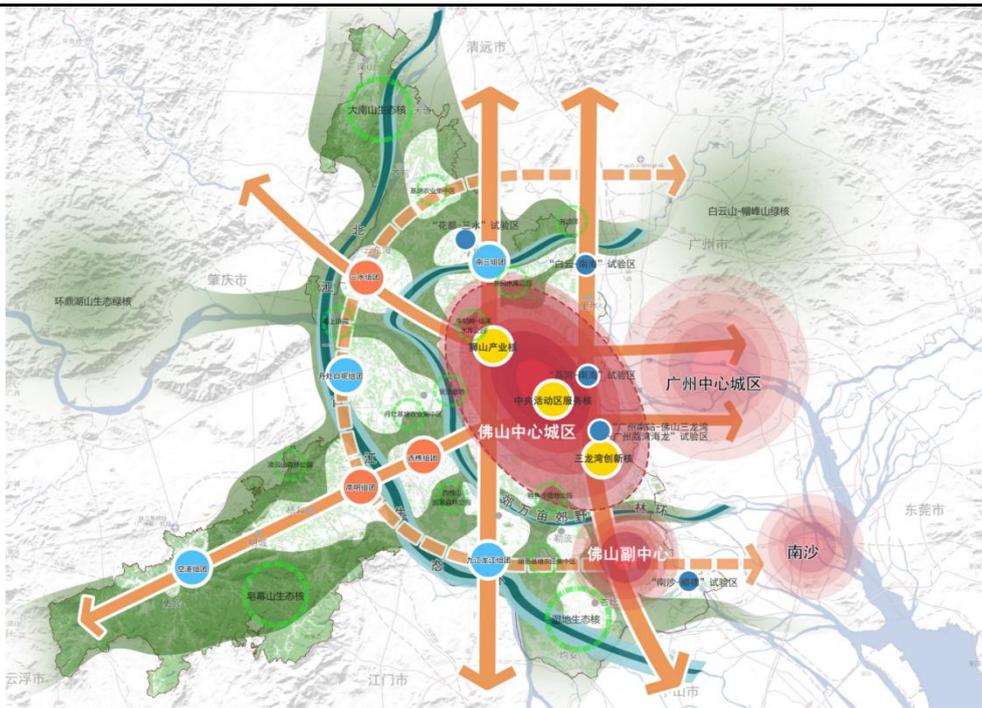
行业及区域经济环境

佛山市地处珠三角腹地，是我国重要的制造业基地，工业体系较为健全，经济发展水平在广东省

内相对领先；在粤港澳大湾区国家发展战略下，佛山市将为湾区建设提供重要极点支撑

区位特征：佛山市地处珠三角腹地，毗邻深港澳，为珠三角地区西翼经贸中心、综合交通枢纽及粤港澳大湾区重要节点城市。佛山市系广东省下辖地级市，地处广东省中部、珠三角腹地，毗邻深港澳、东接广州、南邻中山，是我国国家历史文化名城、重要的制造业基地、粤港澳大湾区重要节点城市、珠三角地区西翼经贸中心和综合交通枢纽，与广州市共同构成“广佛都市圈”和粤港澳大湾区三大极点之一。佛山市现辖禅城区、南海区、顺德区、高明区和三水区，全市总面积3,797.72平方公里。截至2021年末，佛山市常住人口为961.26万人，较2011年净增加199.81万人，人口呈持续净流入状态。截至2021年末，佛山市城镇化率达95.21%，显著高于全省平均水平。佛山市地理位置优越，交通运输便利，截至2021年末，佛山市已建成国家铁路5条、城际铁路2条，在建及近期拟建国家铁路6条（段）、城际铁路3条；境内拥有通航河流78条，通航里程1,084公里，2021年佛山市主要港口货物吞吐量达9,340.89万吨；建成高速公路通车里程560公里，与大湾区各城市之间基本实现2小时内通达。

图 1 佛山市域空间结构规划图



资料来源：《佛山市国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》

经济发展水平：佛山市经济发展水平良好，民营经济发展活跃，2021年经济总量（GDP）在广东省21个地级市中排名第3位。依托良好的区位优势及发展强劲的制造业，近年来佛山市经济稳健发展，2019年佛山市GDP规模首次突破万亿，成为全国第17个、广东省第3个经济总量超万亿元的城市。2021年人均GDP为全国人均GDP的1.56倍。2021年佛山市三次产业结构比为1.7:56.0:42.3，第二产业占据主导地位。2019-2021年佛山市固定资产投资同比增速分别为5.4%、0.8%和7.6%，2020年投资增速下滑明显，但2021年在工业投资带动下，当年投资增速快速恢复。佛山市民营经济发展活跃，2016-2020年期间全市市场主体数量年均增长14.27%，2021年佛山市共有7家企业入选中国民营企业500强；2021年全市民间

投资增长8.7%，占全市固定资产投资比重超过70%。2020年佛山市社会消费品零售总额受疫情影响同比下降10.8%，2021年受益于市场消费信心恢复，社会消费品零售总额增速上升至8.1%。受益于良好的制造业基础，近年来佛山市对外经济亦保持较快发展。

表1 2021年广东省部分地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

| 区域名称 | GDP | GDP 增速 | 人均 GDP（元） | 一般公共预算收入 | 政府性基金收入 |
|------------|------------------|-------------|----------------|---------------|-----------------|
| 深圳市 | 30,664.85 | 6.7% | 173,663 | 4,257.76 | 1,373.70 |
| 广州市 | 28,231.97 | 8.1% | 150,366 | 1,842.00 | 2,388.59 |
| 佛山市 | 12,156.54 | 8.3% | 126,465 | 806.71 | 1,163.50 |
| 湛江市 | 3,559.93 | 8.5% | 50,814 | 160.35 | 150.73 |
| 汕头市 | 2,929.87 | 6.1% | 53,106 | 145.1 | 223.5 |
| 梅州市 | 1,308.01 | 5.5% | 33,764 | 95 | 65.03 |
| 河源市 | 1,273.99 | 8.0% | 44,886 | 84.29 | - |
| 云浮市 | 1,138.97 | 8.1% | 47,685 | 75.23 | 36.24 |

注：“-”表示未获取该数据；深圳市人均 GDP 系根据第七次全国人口普查数据计算，佛山市人均 GDP 系根据 2021 年末常住人口数据计算；其余各地市人均 GDP 来自各市国民经济和社会发展统计公报。

资料来源：河源市一般公共预算收入、政府性基金收入数据来自广东省 2021 年预算执行情况和 2022 年预算草案；各市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站数据，中证鹏元整理

表2 佛山市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

| 项目 | 2021 年 | | 2020 年 | | 2019 年 | |
|-----------------|-----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
| | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 |
| 地区生产总值（GDP） | 12,156.54 | 8.3% | 10,816.47 | 1.6% | 10,751.02 | 6.9% |
| 固定资产投资 | - | 7.6% | - | 0.8% | - | 5.4% |
| 社会消费品零售总额 | 3,556.66 | 8.1% | 3,289.09 | -10.8% | - | 7.0% |
| 进出口总额 | 6,160.70 | 21.7% | 5,060.30 | 4.8% | 4,827.60 | 5.0% |
| 人均 GDP（元） | | 126,465 | | 113,871 | | 131,775 |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | | 156.18% | | 157.18% | | 185.88% |

注：“-”表示未获取该数据；2019 及 2021 年人均 GDP 系根据当年常住人口数据计算，2020 年人均 GDP 系根据第七次全国人口普查数据计算。

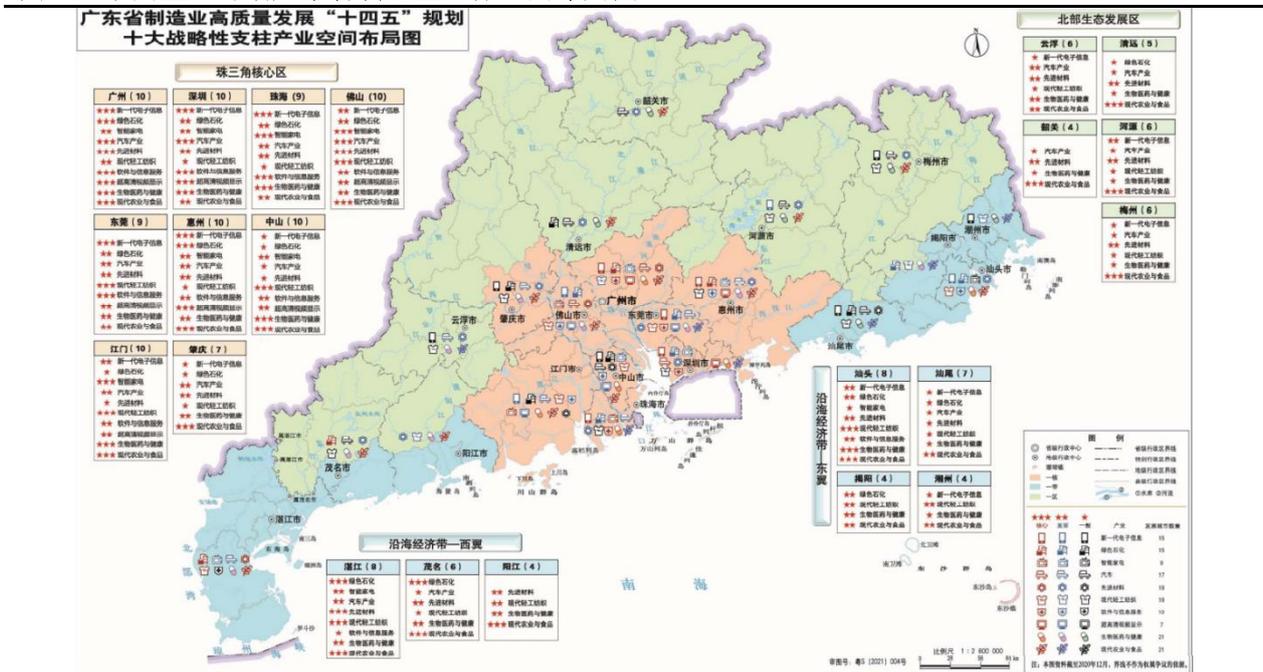
资料来源：佛山市 2019-2021 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：佛山制造业基础雄厚，拥有电器、机械制造、陶瓷建材、金属材料加工及制造、纺织服装、电子信息、食品饮料、塑料制品、精细化工及医药、家居用品制造等十大优势行业，制造业集群化、规模化特征明显。佛山市拥有国家级特色产业基地26个，中国产业名都、名镇41个，其中广佛惠超高清视频和智能家电产业集群、广深佛莞智能装备产业集群成为国家先进制造业集群，制造业集群化、规模化特征明显。佛山市制造业规模庞大、门类齐全，依托于基础雄厚的家电家具、机械装备、食品饮料、陶瓷建材等传统优势产业，当地培育了美的集团股份有限公司（股票代码：000333）、中国联塑集团控股有限公司（股票代码：2128.HK）、佛山市海天调味食品股份有限公司（股票代码：603288）等重点企业。此外，随着佛山市全面实施制造业高质量发展，巩固提升新一代电子信息、智能家电、先进

材料、软件与信息服务、生物医药与健康等战略性支柱产业，近年新兴产业发展较快。2021年全市工业增加值同比增长9.3%，其中高技术制造业增加值同比9.3%，医药制造业、计算机及办公设备制造业增长、医疗仪器设备及仪器仪表制造业增长值均实现较好增长。

发展规划及机遇：在粤港澳大湾区发展国家战略下，佛山市把握“双区”²建设、“双城”联动和构建“一核一带一区”³区域发展格局等机遇，发挥产业、区位、交通等优势，协同广州为粤港澳大湾区建设提供极点支撑，同时加强与深圳等其他城市合作，加速资本、技术等要素集聚。根据佛山市《十四五规划》，佛山市定位为粤港澳大湾区极点城市、全省地级市高质量发展领头羊、面向全球的国家制造业创新中心，“十四五”期间将巩固提升装备制造、泛家居两个超万亿元产业集群发展水平；提升汽车及新能源、军民融合及电子信息两个产业集群辐射带动能力。

图2 “十四五”时期广东省制造业总体空间布局图



财政及债务水平：近年来佛山市财力稳步提升，财政自给能力较好。近年来佛山市一般公共预算收入持续增长，2021年佛山市财政自给率为77.58%。受土地出让收入大幅增长影响，佛山市政府性基金收入随之增长。区域债务方面，近年来佛山市地方政府债务余额持续增长，2021年佛山市地方政府债务限额为2,155.48亿元，截至2021年末，全市地方政府债务余额为1,856.58亿元。

²“双区”即粤港澳大湾区、深圳中国特色社会主义先行示范区。

³“一核”即珠三角地区，是引领全省发展的核心区和主引擎，强调产业发展的“高端化”；“一带”即沿海经济带，是新时代全省发展的主战场，重点打造粤东粤西沿海产业；“一区”即北部生态发展区，是全省重要的生态屏障，重点关注产业绿色化。

表3 佛山市主要财政指标情况（单位：亿元）

| 项目 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
|----------|----------|----------|----------|
| 一般公共预算收入 | 806.71 | 753.56 | 731.47 |
| 税收收入占比 | - | - | 71.24% |
| 财政自给率 | 77.58% | 75.13% | 77.69% |
| 政府性基金收入 | 1,163.50 | 1,125.38 | 707.16 |
| 地方政府债务余额 | 1,856.58 | 1,526.77 | 1,388.39 |

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；“-”表示数据未披露。

资料来源：佛山市2019年预算执行情况和2020年预算草案、2020年及2022年佛山市本级政府预算公开，中证鹏元整理

投融资平台：截至2021年末，佛山市市属投融资平台主要有2家，分别为佛山控股集团及佛山建发集团。

表4 截至2021年末佛山市主要市属投融资平台（单位：亿元）

| 企业名称 | 控股股东 | 净资产 | 资产负债率 | 营业总收入 | 总债务 | 职能定位 |
|--------|-------|--------|--------|--------|--------|---------------------|
| 佛山控股集团 | 佛山国资委 | 183.01 | 68.60% | 289.86 | 164.80 | 佛山市重要的公用事业及国有资产运营主体 |
| 佛山建发集团 | 佛山国资委 | 76.52 | 69.16% | 140.13 | 130.60 | 佛山市城市建设平台 |

注：上述佛山控股集团总债务数据为2020年末数据，其余均为2021年末数据；

资料来源：Wind，公司提供，中证鹏元整理

中央层面延续“房住不炒”的调控总基调，房企融资管控趋严，2021年房地产行业销售端亦受到一定抑制，不同能级城市商品房销售持续分化，近年佛山市房地产市场发展相对稳健

2020年以来中央层面延续了“房住不炒”的总基调，先后出台“三道红线”、银行业金融机构房地产贷款集中管理制度等调控政策，房企融资管控趋严，楼市资金供给端有所收紧；而在销售端，2021年以来商品房销售增速逐月回落，叠加房企信用风险事件频发以及房地产税政策出台影响购房者信心及购房意愿，行业销售端预计短期内仍处于筑底阶段。从城市层面看，不同能级城市房地产市场表现持续分化，2021年以来高能级城市表现优于低能级城市，一线城市成交面积走高，二线城市成交面积有所分化，而三线及以下城市热度下降。此外，在调控政策的综合影响下，2020年以来土地出让市场整体走低，土地购置费用增速同比明显回落。

佛山市近年房地产市场发展相对稳健，房地产开发投资保持增长，2021年全年房地产开发投资比上年增长2.30%，其中住宅类房地产开发投资同比增长5.5%。从项目开发情况看，受房地产行业景气相对低迷影响，2021年佛山市商品房施工面积下降3.2%，其中住宅下降2.9%，房地产开发进度有所放缓。土地成交方面，根据中指数据，2021年佛山市土地出让金收入937亿元，土地成交面积839万平方米，土地市场热度同比有所回落。

表5 佛山市房地产主要经济指标及同比变化情况（单位：万平方米、亿元）

| 项目 | 2021年 | | 2020年 | | 2019年 | |
|---------|----------|-------|----------|-------|----------|--------|
| | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 |
| 房地产销售面积 | - | - | 2,165.33 | 1.49% | 2,133.64 | -9.30% |
| 房地产销售额 | - | - | 2,895.37 | 9.15% | 2,652.61 | -0.15% |
| 房地产开发投资 | 2,342.88 | 2.30% | 2,290.10 | 6.67% | 2,146.84 | 6.30% |

资料来源：wind，中证鹏元整理

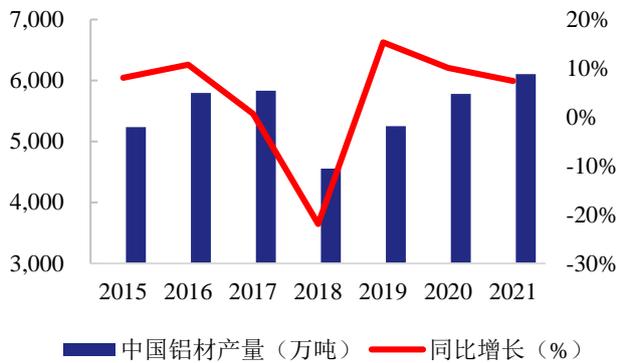
我国铝型材需求以建筑铝型材为主，受房地产行业景气度影响较大；近年上游铝原料价格大幅上涨，铝加工企业面临较大成本管控压力

铝型材是通过将铝合金铸锭进行加热、挤压等工序，生产得到的具有不同截面与表面的铝合金型材；目前我国铝型材主要用于房地产及建筑装饰领域的门窗、幕墙及建筑结构材料等用途，建筑铝型材占全部铝型材产量的70%左右，因此房地产行业景气度对铝型材的需求影响较大；工业铝型材则主要用于光伏、家用电器、轨道交通等领域；而随着节能环保及铝加工技术的升级，铝型材在汽车轻量化、新能源汽车、机械设备等领域的应用也不断深入。

近年铝型材的产销量有所波动。2018年我国推动铝工业行业供给侧结构性改革，严控电解铝新增产能，推进电解铝产能置换，铝材产量增速同比大幅下降；但随着光伏产业的复苏及铝型材在汽车轻量化、电子电力、及高端装备制造领域应用的逐步深入，市场对铝型材的需求逐步扩大，2019年以来铝材产量恢复增长。根据中国有色金属加工工业协会的数据，2021年中国铝挤压材产量为2,202万吨，其中，铝型材产量为2,059万吨，同比增长2.8%；在铝型材中，工业铝型材产量为679万吨，同比上一年增长10.9%；建筑铝型材产量为1,380万吨，同比减少0.7%。

铝型材加工制造业位于铝加工产业链下游，进入壁垒较低。国内在产的铝型材企业众多，但大中型企业数量少，行业集中度低，国内最大的铝型材生产企业中国忠旺2019年市场占有率不足2%，行业内多数中小企业只能面向市场处于相对饱和的低端市场，普遍盈利能力不强，抗风险能力较差；整体上国内铝型材行业产业结构不合理、低端产品产能过剩、而高端产品生产能力不足等问题较为突出。未来随着行业的发展，行业内规模小、设备落后、产品质量低劣的企业将逐步被淘汰，市场份额将逐步向以上市公司为主的大型企业聚集。

铝型材加工行业一般采用“铝锭价格+加工费”的定价模式，盈利来源于主要收取加工费。加工费主要由产品工艺、产品规格、技术质量要求等决定，铝锭价格波动对加工费影响较小；但值得注意的是，在铝锭价格剧烈波动期，若企业无法在接到销售订单后的较短时间内采购原料，将面临一定的铝锭价格波动风险。

图3 近年国内铝材产量有所波动


资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

图4 2020年以来铝原料价格持续上涨


资料来源：wind，中证鹏元整理

原材料供应方面，由于铝锭占铝型材生产成本的70%以上，其价格波动对企业的生产成本和占用资金数额具有较大的影响。另外，由于低弹性供给和高弹性需求导致供求不平衡以及大宗商品属性，铝原料价存在较强的周期性和波动性；以南储网公布的铝锭价格为例，2020年以来，受疫情反复及部分地区限产导致供给趋紧、而疫后需求恢复以及通胀等多重因素叠加影响，使得铝锭价格持续上涨，截至2022年3月末，南储网A00铝锭报价已突破2.27万元/吨，较2020年初上涨超过50%。2020年以来国内铝价的大幅上涨，导致铝加工企业的成本控制压力有所上升。

五、公司治理与管理

公司根据《公司法》等国家有关法律法规及佛山市人民政府的有关规定，不断完善公司法人治理结构建设、制定了《公司章程》及相关的配套制度，规范出资人、董事会、监事会的议事规则和程序，明确董事会及董事长、总经理的各项职权，形成了包括股东会、董事会、监事会及高管在内的公司治理结构。

公司设立股东会，由全体股东组成，股东按照出资比例行使表决权。另外，根据佛山公盈等3家股东与佛山国资委签署的《委托授权书》，前述3家股东委托佛山国资委代为行使全部股东权力，佛山国资委可在不召开股东会的情形下直接做出股东会决议；且该授权无明确委托期限。

公司设董事会，对股东会负责，董事会成员有7人，设董事长、副董事长各1名。公司依法设立监事会，监事会由4名监事组成，其中职工监事2人，设监事会主席1人。

公司设总经理1名，设副总经理若干人。公司总经理、副总经理人选由董事会按组织程序决定聘任或者解聘；经批准，董事可以兼任总经理。公司总经理、副总经理任期三年，经考核合格可续聘。公司董事会成员及高级管理人员主要由佛山国资委任命。

公司下设投资发展部、资产管理部、风控合规部等11个职能部门，各部门职责明确，运转良好。管

理制度建设方面，公司根据《公司法》等法律法规的相关要求，结合其业务经营情况，建立了内部控制及管理制度，组织架构图详见附录三。

六、经营与竞争

公司是佛山市城市建设平台，主要以城市更新方式承担佛山市国资体系内的土地开发建设任务，并从事住房租赁、铝型材及有色金属材料贸易等业务。2019-2021年公司营收规模增长较快，主要系有色金属及金属制品贸易规模大幅提升所致；城市更新收入主要来自三旧改造项目的住宅及商业地产销售，近年公司在售的三旧改造项目规模较小，城市更新业务收入有所下降；公司承担佛山市租赁住房改革试点任务，随着投入运营的住房租赁项目陆续增加，租赁收入小幅上涨。此外，物业管理及安保、租赁及仓储、设计服务、销售预制装配单位、电商销售等业务规模较小，但是公司收入来源的有益补充。

近年公司销售毛利率逐年下降，主要系有色金属及金属制品贸易收入占比大幅提升、且受铝原料采购价格大幅上涨导致该业务毛利率显著下降所致；受三旧改造项目区位不同、销售单价有所差异影响，近年公司城市更新业务毛利率亦有所差异。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022年1-3月 | | 2021年 | | 2020年 | | 2019年 | |
|-----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 有色金属及金属制品贸易 | 29.62 | 2.75% | 118.17 | 4.43% | 86.59 | 4.36% | 58.24 | 11.45% |
| 房屋销售 | 2.39 | 46.93% | 15.75 | 48.35% | 18.34 | 40.74% | 21.40 | 36.14% |
| 物业管理及安保 | 0.38 | 14.08% | 1.30 | 26.63% | 1.18 | 34.28% | 1.07 | 37.96% |
| 租赁及仓储 | 0.43 | 65.47% | 0.52 | 82.39% | 0.47 | 80.55% | 0.44 | 83.36% |
| 设计服务 | 0.08 | 26.78% | 0.72 | 47.14% | 0.53 | 16.82% | 0.56 | 6.29% |
| 房屋装修 | 0.15 | 10.89% | 1.15 | 15.63% | 0.12 | -68.83% | 0.15 | 20.3% |
| 化工贸易 | 0.61 | 0.38% | - | - | - | - | - | - |
| 销售预制装配单位 | 0.37 | 9.06% | 1.76 | 10.24% | 0.48 | 7.29% | 0.10 | -25.38% |
| 电商销售 | - | - | 0.01 | 9.43% | 0.33 | 37.25% | - | - |
| 主营业务收入小计 | 34.04 | 6.88% | 139.39 | 10.28% | 108.05 | 11.29% | 81.95 | 18.56% |
| 其他业务收入 | 0.15 | 68.83% | 0.75 | 2.52% | 0.42 | 35.05% | 0.11 | 78.44% |
| 营业收入合计 | 34.19 | 7.16% | 140.13 | 10.24% | 108.47 | 11.38% | 82.07 | 18.65% |

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

公司以城市更新方式承担佛山市国资体系内的土地开发建设任务，目前主要在建及拟建城市更新项目规模较大，业务持续性较好，但亦存在一定建设资金压力和房地产市场波动风险

公司房屋销售收入来自公司城市更新业务开发的商品房、公寓等地产项目销售。公司在成立之初主要依托佛山市国资系统内较为丰富的土地储备，以城市更新方式承担佛山市国资体系存量土地的开发建

设任务，项目来源主要以政府无偿划拨为主；随着项目建设经验的积累，公司开始通过招拍挂、收并购项目公司股权等方式获取部分城市更新项目。公司城市更新业务主要由下属子公司佛山建投城市发展有限公司（以下简称“建投城发”）、佛山建投置地有限公司负责经营，业务形式包括三旧改造、土地整理和产业园开发等，目前主要以三旧改造为主。

公司三旧改造业务模式为利用所拥有或划拨的土地资产，向佛山市政府申请三旧改造、协议出让，改变土地的性质与功能，补缴土地出让金进行项目开发建设。近年公司开发的三旧改造项目除恒佰湾广场位于湛江市外，其余均位于佛山市内。项目开发方面，近年公司竣工面积小幅增长，而由于三旧改造项目开发节奏须与当地政府规划相匹配，前期审批流程较长，因此近年新开工面积波动较大。2019-2021年公司房屋销售收入呈逐年下降趋势，主要系规模较大的彩管项目和花曼丽舍项目商品房销售接近尾声，剩余未销售面积主要为去化周期较长的公寓、商铺等，且其他在建项目暂未形成较大收入所致。

截至2022年3月末公司较多在建三旧改造项目，随着现有在建项目的推进，三旧改造业务收入持续性较好，但考虑到开发周期通常需要3-4年，收益实现周期较长。

表7 公司三旧改造业务发展情况（单位：亿元、万平方米）

| 项目名称 | 2022年1-3月 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
|--------|-----------|-------|-------|-------|
| 新开工面积 | 8.22 | 42.46 | 10.69 | 25.10 |
| 竣工面积 | - | 28.55 | 23.10 | 22.62 |
| 开发投资额 | 3.97 | 37.99 | 35.19 | 12.64 |
| 合同销售面积 | 1.50 | 10.21 | 11.72 | 19.94 |
| 合同销售金额 | 1.75 | 15.62 | 16.03 | 15.78 |
| 确认收入金额 | 2.39 | 15.75 | 18.34 | 21.40 |

资料来源：公司提供

截至2022年3月末，公司在售三旧改造项目已获预售证的面积合计117.88万平方米，销售进度为91.19%；在售项目中包含2个已完工项目，其中花曼丽舍剩余部分车位、少量商铺及营销中心未实现销售；恒佰湾广场剩余部分楼层和位置较差的尾货尚未销售，因附近新开楼盘2-3个，竞争较为激烈，尾货去化速度较前期销售进度偏慢。彩管项目剩余可售面积主要为公寓、商铺和车位等，受市场景气影响，目前尚未实现销售。截至2022年3月末，公司2020年以来预售/开盘的花曼沁园等4个项目已取得预售证的面积合计16.97万平方米，销售进度为54.92%，去化速度一般。考虑到当前房地产市场景气较为低迷，且部分项目位于佛山市非核心区域或剩余较多公寓、商业办公等市场需求较弱的非住宅面积，需关注未来可能面临的去化压力。

表8 截至2022年3月末公司在售三旧改造项目情况（单位：亿元、万平方米）

| 项目名称 | 预售/开盘时间 | 总建筑面积 | 累计可售面积 | 已取得预售证面积 | 剩余可售面积 | 累计合同销售面积 | 累计合同销售金额 |
|------|------------|--------|--------|----------|--------|----------|----------|
| 彩管项目 | 2016/3/23 | 117.00 | 105.14 | 75.32 | 31.99 | 73.15 | 108.64 |
| 誉湖 | 2020/11/21 | 12.37 | 10.69 | 7.77 | 6.13 | 4.56 | 8.06 |

| | | | | | | | |
|-----------|------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| 建投榕华锦苑 | 2022/3/30 | 15.12 | 14.18 | 1.28 | - | - | - |
| 花曼丽舍* | 2018/6/9 | 15.50 | 13.16 | 13.16 | 0.54 | 12.62 | 17.74 |
| 恒丽湾广场* | 2018/11/30 | 21.20 | 13.59 | 12.43 | 1.03 | 12.56 | 15.75 |
| 花曼沁园* | 2020/4/17 | 9.26 | 6.65 | 6.81 | 2.04 | 4.61 | 7.76 |
| 花曼曦苑* | 2020/1/1 | 5.91 | 5.55 | 1.11 | 5.40 | 0.15 | 0.10 |
| 合计 | - | 196.36 | 168.96 | 117.88 | 47.13 | 107.65 | 158.06 |

注：“*”为已完工项目，其余均为在建项目；累计合同销售金额合计数差异由四舍五入导致。

资料来源：公司提供

截至2022年3月末，公司主要在建及拟建三旧改造项目包括彩管项目、城发中心项目等6个，主要在建及拟建项目计划总投资236.96亿元，累计已投资129.64亿元，项目尚需投入资金规模较大，公司存在一定的建设资金压力；此外当前房地产市场调控政策较严，销售景气度表现低迷，公司在售项目去化速度放缓；若后续行业环境持续趋紧，在建及拟建项目能否实现预期收益存在不确定性。

表9 截至2022年3月末公司主要在建及拟建三旧改造项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 权益比例 | 项目土地来源 | 项目类别 | 总投资 | 已投资金额 | 建设期间 |
|-------------------|----------|----------|-----------|---------------|---------------|-------------|
| 彩管项目 | 51% | 无偿划拨 | 住宅、商业 | 126.00 | 87.89 | 2015年-2024年 |
| 誉湖 | 51% | 招拍挂 | 住宅、商业 | 15.48 | 12.86 | 2020年-2022年 |
| 城发中心项目 | 100% | 招拍挂 | 商业、办公 | 8.38 | 2.78 | 2021年-2024年 |
| 周记地块 ⁴ | 51% | 合作开发 | 住宅、商业 | 48.75 | 16.07 | 2021年-2026年 |
| 建投榕华锦苑 | 77% | 合作开发 | 住宅、商业、地下室 | 18.35 | 10.03 | 2021年-2023年 |
| 水镇逢涌“文头岭”片区村级工业园 | 51% | 招拍挂 | 住宅、厂房 | 20.00 | 0.01 | - |
| 合计 | - | - | - | 236.96 | 129.64 | - |

资料来源：公司提供

目前公司正在开发的产业园项目包括佛山国家高新区云东海生物港科创中心项目（以下简称“生物港项目”）、广佛里智慧慢城项目，其中生物港项目由公司与佛山当地国企合作开发，项目用地共108亩（兼容40%居住），盈利模式为开发建设住宅、公寓、办公楼等，建成后进行销售或出租，取得销售收入或租赁收入。广佛里智慧慢城项目由公司与碧桂园合作开发，截至目前公司已完成对该项目的投资，后续无需再投入资金，未来随着项目逐步完工交房后，公司将获得一定投资收益。

表10 截至2022年3月末公司在建产业园项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 权益比例 | 项目土地来源 | 总投资 | 已投资 |
|-------------------|------|--------|-------|-------|
| 佛山国家高新区云东海生物港科创中心 | 70% | 招拍挂 | 12.28 | 4.43 |
| 广佛里智慧慢城项目 | 30% | 招拍挂 | 96.88 | 50.63 |

⁴ 周记地块的土地性质为集体土地，项目主体为集体所有企业佛山建投恒裕房地产开发有限公司（以下简称“建投恒裕”）；根据当地政府安排，公司间接持股51%的佛山市建悦恒房地产开发有限公司（以下简称“建悦恒”）已购买建投恒裕65%的收益权，且建悦恒与建投恒裕签订委托管理协议，参与周记地块项目的操盘开发。

资料来源：公司提供

公司承担佛山市住房租赁改革试点任务，但项目运营回收周期较长，且目前在建住房租赁项目预计总投资规模较大，存在一定的建设资金压力

佛山市是全国14个纳入首批租赁住房改革试点的城市之一，根据2016年10月佛山市政府《关于成立佛山市建鑫住房租赁有限公司事项》文件，公司设立佛山市建鑫住房租赁有限公司（简称“建鑫公司”）作为佛山市市级国有专业化住房租赁平台企业，建设及运营租赁住房业务。公司住房租赁业务以“公益化为主、市场化运营”的方式，通过自筹资金购置、新建、改建、长期租赁库存商业物业及整合城中村租赁住房等方式，多渠道筹集较低成本房源作为人才公寓推出市场，且收取的租金一般不高于区域平均租金水平。会计处理方面，公司将在建住房租赁项目的开发成本计入“在建工程”，项目建成后转入“投资性房地产”，并采用公允价值模式进行后续计量。

表11 截至 2022 年 3 月末公司已投入运营的住房租赁项目情况（单位：套、平方米）

| 项目名称 | 取得方式 | 套数 | 可出租面积 | 投入运营时间 |
|-------------|------|-------|-------------------|--------|
| 佛山富力广场 | 购置 | 108 | 5,214.98 | 2017 年 |
| 越秀岭南隽庭 | 购置 | 410 | 21,715.93 | 2018 年 |
| 大良建鑫乐家·都荟广场 | 购置 | 232 | 8,027.90 | 2020 年 |
| 农行三处物业-祖庙路 | 购置 | 整栋出租 | 10,905.98 | 2020 年 |
| 南约桂城广场项目 | 租赁 | 275 | 9,951.01 | 2021 年 |
| 乐从葛岸村项目 | 自建 | 1,856 | 113,426.11 | 2021 年 |
| 合计 | - | - | 169,241.91 | - |

资料来源：公司提供

截至2022年3月末，公司已有6个住房租赁项目投入运营，可出租面积合计16.92万平方米；目前，佛山富力广场和越秀岭南隽庭项目出租率大于85%，农行三处物业-祖庙路为整体出租，乐从葛岸村项目向当地政府整体出租用作健康驿站，前述项目出租情况整体较好；大良建鑫乐家·都荟广场和南约桂城广场项目由于投入运营时间较短，目前出租率较低。另外值得注意的是，公司住房租赁项目建设资金主要来源于自有资金及银行借款，项目租金收入较低，运营回收周期整体较长。

表12 近年公司住房租赁项目运营情况（单位：万元）

| 项目 | 2022 年 1-3 月 | | 2021 年 | | 2020 年 | | 2019 年 | |
|--------------|-----------------|---------|----------------|---------|-----------------|--------|--------------|--------|
| | 金额 | 出租率 | 收入 | 出租率 | 收入 | 出租率 | 收入 | 出租率 |
| 佛山富力广场 | 37.17 | 86.11% | 155.51 | 91.67% | 144.97 | 88.89% | 138.4 | 81.48% |
| 越秀岭南隽庭 | 180.2 | 92.68% | 695.85 | 95.12% | 654.43 | 88.05% | 620.1 | 82.44% |
| 大良建鑫乐家·都荟广场 | 48.74 | 68.10% | 123.7 | 69.83% | 16.07 | 70.00% | - | - |
| 农行三处物业-祖庙路文昌 | 172.16 | 100.00% | 672.51 | 100.00% | 256.65 | 100% | - | - |
| 南约桂城广场项目 | 69.93 | 75.64% | 151.27 | 61.82% | - | - | - | - |
| 乐从葛岸村项目 | 1,231.37 | 100.00% | 410.46 | 100.00% | - | - | - | - |
| 合计 | 1,739.57 | - | 2,209.3 | - | 1,072.12 | - | 758.5 | - |

资料来源：公司提供

截至2022年3月末，公司共有3个在建住房租赁项目，其中乐从葛岸村项目系公司通过租赁村集体土地直接建设为租赁住房，项目分两期开发，目前该项目一期工程已经投入使用。截至2022年3月末，公司在建住房租赁项目计划总投资金额17.61亿元，累计已投资9.34亿元，未来尚需投资规模较大，存在一定的建设资金压力。

表13 截至2022年3月末公司在建住房租赁项目情况（单位：套、万平方米，亿元）

| 项目名称 | 取得方式 | 套数 | 可出租面积 | 计划总投资 | 累计已投资 |
|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| 乐从葛岸村项目 | 租赁集体土地新建住房 | 3,980* | 25.28 | 11.94 | 4.62 |
| 大良雅居乐物业收购项目 | 收购存量酒店物业改建 | 396 | 3.06 | 2.49 | 2.31 |
| 佛山农行三处物业改造项目 | 收购存量商办物业改建 | 643 | 3.90 | 3.18 | 2.41 |
| 合计 | - | 5,019 | 32.24 | 17.61 | 9.34 |

注：“*”表示该数量包含项目已经建成并已出租的数量。

资料来源：公司提供

公司有色金属及金属制品贸易业务规模较大且增长较快，但受加工费及原材料价格上涨影响，铝型材贸易毛利率呈下降趋势；公司铝型材贸易业务供应商集中度较高、且货款回收期较长，对营运资金形成较大占用

公司有色金属及金属制品贸易业务包括铝型材贸易业务和电解铜等有色金属材料贸易业务，其中铝型材贸易业务由公司持股51%的孙公司肇庆新亚铝铝业有限公司（以下简称“新亚铝”）负责经营，业务模式为：新亚铝通过公司子公司佛山建投城市建设有限公司（以下简称“建投城建”）统一采购铝棒、铝锭等原材料，委托肇庆亚洲铝厂有限公司（简称“肇庆亚铝”）及肇庆高新区森原铝业有限公司（以下简称“森原公司”）加工生产并支付加工费，加工成铝型材后由新亚铝进行销售。

表14 公司贸易业务情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022年1-3月 | | 2021年 | | 2020年 | | 2019年 | |
|-----------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 铝型材贸易 | 15.63 | 3.97% | 84.29 | 5.04% | 55.62 | 6.18% | 56.55 | 11.78% |
| 有色金属材料贸易 | 13.99 | 1.40% | 33.88 | 2.92% | 30.98 | 1.09% | 1.68 | 0.07% |
| 合计 | 29.62 | 2.75% | 118.17 | 4.43% | 86.59 | 4.36% | 58.24 | 11.45% |

资料来源：公司2021年审计报告、公司提供

公司铝型材的销售价格以铝原料价格及加工费确定，其中铝原料价格按照南储商务网约定日期的价格为基准并加上一定的上贴水确定，加工费则根据不同铝型材种类、加工难度进行调整；铝型材销售模式包括买断式经销及直销，其中经销占比65%左右，目前公司在全国授权了300多家经销商。公司向铝型材直销及经销客户均提供一定的信用账期，账期一般为对账后30-60天。整体上看，公司向铝型材贸易客户提供较长的信用账期，对营运资金形成了较大占用；此外铝型材贸易经销客户数量较多、销售占比较高，且部分客户以商业承兑汇票回款，截至目前存在一定规模的商业承兑汇票逾期，公司面临一定

的客户信用风险。

采购方面，公司根据工厂排产及订单情况确定铝锭、铝棒等铝原料采购量，并通常会预先采购约一天的铝原料作为委托加工厂的安全生产库存量；采购价格主要以南储商务网约定日期的价格为基准并加上一定升贴水确定，在结算方面建投城建主要以货到付款的方式与铝原料供应商结算。由于销售订单约定的铝原料定价日期与实际采购日期存在一定差异，因此公司需要承担一定的铝原料价格波动风险，若铝原料采购价格剧烈波动，将对公司铝型材贸易业务的毛利率产生重大影响。近年公司铝型材贸易业务的前五大供应商情况见附录五，公司铝型材贸易业务供应商集中度较高，若主要供应商发生不利变动，将对公司铝型材贸易业务造成影响。

目前，新亚铝通过“南亚”和“AAG 亚铝”等品牌销售铝型材，受益于销售网络的扩大，近年公司铝型材贸易业务增长较快；但 2020 年受疫情影响，委托加工商肇庆亚铝开工延后，铝型材销量有所减少；此外，2020 年以来受加工费、铝原料采购价格大幅上涨，而公司无法将价格波动风险完全转移至下游，铝型材贸易业务毛利率呈逐年下降态势。

表15 公司主要铝型材贸易产品产销情况（单位：吨、万元/吨）

| 项目 | 2022 年 1-3 月 | 2021 年 | 2020 年 | 2019 年 |
|-------|--------------|--------|--------|---------|
| 委托加工量 | 6.78 | 36.53 | 29.68 | 30.39 |
| 销量 | 6.30 | 36.61 | 29.58 | 30.56 |
| 产销率 | 93.01% | 100% | 99.66% | 100.56% |
| 销售均价 | 2.80 | 2.60 | 2.13 | 2.09 |

资料来源：公司提供

建投城建除代新亚铝采购铝锭、铝棒外，还开展电解铜等有色金属材料贸易业务，在结算方面，除少数特殊产品外，公司对有色金属材料贸易的客户及供应商均采用货到付款的方式结算。近年公司有色金属材料贸易业务客户集中度较高（前五大客户情况详见附录六），若主要客户需求发生变动，将对公司有色金属材料贸易业务产生不利影响。

公司通过控股文科园林获得上市平台，但目前文科园林存在一定经营困境，公司通过借款、提供对外担保等方式提供流动性支持，若未来文科园林经营状况未能好转，公司将面临较大的投资损失、或有负债风险及商誉减值风险

为规划打造公司资产上市平台，2022 年 4 月公司通过协议收购方式，以 6.34 亿元对价收购深圳文科园林股份有限公司（以下简称“文科园林”，证券代码：002775.SZ）23.00%的股份，合计拥有文科园林 26.80%的表决权，公司对文科园林实现控制。同时公司拟出资 2.92 亿元认购文科园林定向增发的 1.00 亿股股份。2022 年 5 月 21 日文科园林召开 2021 年年度股东大会并对董事会提前换届，换届后董事会成员共 10 名，其中 4 名非独立董事、2 名独立董事，均由公司提名，公司对文科园林董事会、监事会形成实质控制。

公司收购的文科园林目前面临一定经营困境。文科园林主营地产园林、市政园林等生态工程业务，其客户集中度高，2019-2020 年对第一大客户恒大集团的销售占比均超过 50%，2021 年以来受恒大集团经营异常影响，应收账款、存货产生大幅度减值，经营净现金流明显恶化，2021 年净利润为-16.70 亿元。

为缓解文科园林的经营困境，公司为文科园林向金融机构申请授信等提供不超过 20 亿元的连带责任担保，以及不超过 2.92 亿元的一年期借款；此外公司将结合自身在佛山国资体系中的业务定位，为文科园林在市政园林等领域的业务发展提供一定支持。截至 2022 年 6 月 1 日，公司已向文科园林提供 1.50 亿元借款，公司对文科园林提供的金融机构授信担保已经生效的，但文科园林尚未有提款，公司尚未形成担保义务。中证鹏元注意到，文科园林生态工程业务以地产园林类项目为主，当前较多民营房地产企业存在经营困境，且文科园林账面尚有较大规模的应收账款、存货合同履行成本等，该类资产存在进一步减值风险。此外，截至 2022 年 3 月末文科园林的净资产为 6.04 亿元，预计公司将因收购文科园林形成较大规模的商誉。目前房地产行业景气低迷，公司可能需要向文科园林持续提供流动性以帮助其度过经营困境。若文科园林经营状况未能好转，公司对文科园林提供的借款、对外担保将存在较大的坏账及或有负债风险，且商誉亦存在减值风险。

近年公司股东及当地政府向公司提供了较大支持，有效提升了公司的资本实力

公司作为佛山市城市建设平台，近年大力开展城市更新、住房租赁等业务，建设资金需求较大，公司股东及当地政府通过债转股、增资等方式向公司提供了一定支持。2016年12月，根据佛山市人民政府印发的《佛山市属国有企业改革重组方案》（佛府函[2016]223号）文件，佛山国资委及佛山公盈等3家企业将其持有公司共计25.65亿元债权转为股权，其中5.11亿元计入股本，其余20.54亿元计入资本公积。2017年，佛山国资委向建鑫公司划拨资本金2.40亿元并计入资本公积，及佛山市交通仓储实业有限公司等3家子公司企业改制评估增值调增资本公积11.11亿元等。2019-2021年，佛山国资委及其控制的佛山控股集团、佛山市财政局等向公司注入资金合计7.15亿元，注资计入实收资本或资本公积，公司资本实力得到有效提升。

此外，2019-2021年公司分别获得计入其他收益的政府补贴9,253.75万元、669.32万元及715.06万元，对公司的利润水平形成了一定的补充。

表16 近年公司获得股东支持情况（单位：亿元）

| 时间 | 股东支持事项 | 资产类型 | 注资金额 | 会计处理 |
|-------|--------------------------|------|-------|----------------------------|
| 2017年 | 佛山国资委及其控制的佛山公盈等3家企业 | 债转股 | 25.65 | 5.11亿元计入实收资本，20.54亿元计入资本公积 |
| | 佛山国资委向公司划拨佛山市联运有限公司等3家企业 | 企业股权 | 1.15 | 全部计入资本公积 |
| | 佛山国资委向建鑫公司划拨资本金 | 货币资金 | 2.40 | 全部计入资本公积 |
| | 子公司改制评估增值等事项 | - | 11.11 | 全部计入资本公积 |
| 2019年 | 佛山国资委向公司注资 | 货币资金 | 1.00 | 全部计入实收资本 |

| | | | | |
|-----------|--------------------|----------|--------------|-------------------------|
| 2020年 | 佛山国资委向公司注资 | 货币资金 | 0.15 | 483.30万元计入实收资本，其余计入资本公积 |
| | 佛山控股集团向公司注资 | 货币资金 | 3.77 | 1.22亿元计入实收资本，其余计入资本公积 |
| 2021年 | 佛山国资委向公司注资 | 货币资金 | 1.01 | 全部计入资本公积 |
| | 佛山国资委通过佛山市财政局向公司注资 | 货币资金 | 0.05 | 全部计入资本公积 |
| | 佛山国资委通过佛山市财政局向公司注资 | 货币资金 | 1.17 | 全部计入资本公积 |
| | 子公司改制评估增值等事项 | - | 1.09 | 全部计入资本公积 |
| 合计 | | - | 48.55 | - |

注：以上股东支持事项具体时间以公司做出会计处理的时间为准。

资料来源：公司 2016-2018 年连审审计报告、2019-2021 年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。除 2021 年新设成立一级子公司佛山市城市建设工程有限公司外，2019 年至 2022 年 3 月末公司纳入合并范围的一级子公司未发生其他变动，截至 2022 年 3 月末，公司纳入合并范围的一级子公司共 5 家（如附录四所示）。

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，存货及应收款项占比较大，其中存货存在一定去化压力，应收款项对营运资金占用较大且存在一定回收风险

近年公司总资产规模增长较快，资产结构以流动资产为主，其中存货及应收款项占比较大。

截至 2022 年 3 月末，公司货币资金中有 8.64 亿元使用受限，主要包括 4.36 亿元票据、信用证保证金、3.46 亿元房地产预售监管资金、0.55 亿元质押存款，以及 0.23 亿元诉讼冻结资金，其中诉讼冻结资金均系三旧改造项目总承包方与分包方产生合同纠纷、公司作为发包方被要求承担连带责任而冻结的工程款资金。

公司应收票据及应收账款规模较大，应收票据以商票为主，存在回款风险；部分应收账款账龄较长，对营运资金形成较大占用，且前五大应收对象均为民营企业，存在一定坏账风险。2021 年末，公司应收票据中包含 1.38 亿元商业承兑汇票，承兑人以铝型材贸易业务的经销客户为主，目前存在一定规模的商业承兑汇票逾期，为控制商业承兑汇票的回款风险，截至目前公司已不接受客户以商业承兑汇票回款。同期公司应收账款主要由铝型材贸易业务形成，2020 年以来公司应收账款规模快速增长，主要系受疫情及地产行业不景气影响公司贸易板块回款情况不及预期所致。截至 2021 年末，前五大应收账款账面价值余额占比为 19.32%，且前五大应收对象均为民营铝型材经销客户。

公司其他应收款规模较大，对营运资金形成了较大占用。截至 2021 年末，公司前五大其他应收款对象均为公司参股的三旧改造项目开发主体或合作企业，公司向参股三旧改造项目开发主体提供的借款均收取利息，年利息率在 7%-8% 之间，借款期限多为 1-3 年，回款时间依赖于三旧改造项目销售回款，2021 年以来房地产行业景气低迷，公司其他应收款回款时间存在一定不确定性。此外，有 5.26 亿元按单项计提坏账准备的其他应收款项，系彩管公司划入前对佛山市创图发展物业管理有限公司等当地国企的历史债权，因预计无法收回，公司已全额计提坏账准备。

公司完工代售地产项目规模较大，存在一定去化压力。截至 2021 年末公司存货规模较大，主要包括在建的彩管项目子项目璀璨天城、誉湖、建投榕华锦苑等未完工城市更新项目开发成本 53.41 亿元，彩管项目、恒佰湾及花曼丽舍等完工待售地产项目余额 20.79 亿元，以及有色金属及金属制品贸易业务委托加工物资 5.80 亿元；同期存货项下有 5.73 亿元的住房更新项目开发成本已经抵押。

截至 2021 年末，公司投资性房地产主要为用于出租的住房租赁项目及政府划拨的经营性物业，其中未办妥产权证书的投资性房地产项目账面价值 4.96 亿元；同期公司在建工程主要为乐从葛岸村等 3 个在建住房租赁项目的建设成本，其中账面价值 2.30 亿元的大良雅居乐项目在建工程已经抵押。

截至 2022 年 3 月末，公司无形资产主要包括账面价值 9.82 亿元的 10 宗土地，目前均已办妥土地证，其中账面价值合计 8.90 亿元的 2 宗土地用途为仓储用地。截至 2021 年末，其他非流动资产中包括 4.00 亿元乐从葛岸村一期项目建设成本，该项目已经完工并投入使用，但尚未办妥房产证，因此计入其他非流动资产并计提折旧。

表17 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022年3月 | | 2021年 | | 2020年 | | 2019年 | |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 36.71 | 14.18% | 36.56 | 14.73% | 22.93 | 13.80% | 15.97 | 11.99% |
| 应收票据 | 4.93 | 1.90% | 1.11 | 0.45% | 4.85 | 2.92% | 0.76 | 0.57% |
| 应收账款 | 29.32 | 11.32% | 35.11 | 14.15% | 22.62 | 13.62% | 16.74 | 12.57% |
| 其他应收款（合计） | 25.75 | 9.95% | 21.20 | 8.55% | 11.30 | 6.80% | 12.59 | 9.45% |
| 存货 | 91.23 | 35.23% | 87.82 | 35.39% | 64.36 | 38.74% | 50.36 | 37.82% |
| 流动资产合计 | 206.02 | 79.57% | 201.32 | 81.14% | 129.34 | 77.86% | 100.63 | 75.56% |
| 投资性房地产 | 14.52 | 5.61% | 14.52 | 5.85% | 14.11 | 8.49% | 13.01 | 9.77% |
| 在建工程 | 3.24 | 1.25% | 3.17 | 1.28% | 5.09 | 3.06% | 2.60 | 1.95% |
| 无形资产 | 11.03 | 4.26% | 11.15 | 4.50% | 10.49 | 6.32% | 10.87 | 8.16% |
| 其他非流动资产 | 7.31 | 2.82% | 5.21 | 2.10% | 0.22 | 0.13% | 0.42 | 0.32% |
| 非流动资产合计 | 52.90 | 20.43% | 46.81 | 18.86% | 36.78 | 22.14% | 32.54 | 24.44% |
| 资产总计 | 258.92 | 100.00% | 248.13 | 100.00% | 166.12 | 100.00% | 133.18 | 100.00% |

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司营收增长较快，但销售毛利率呈下降趋势；投资收益对公司盈利水平形成了一定补充

近年公司有色金属及金属制品贸易业务发展迅速，带动营收规模较快增长；但较低毛利率的贸易业务收入占比提升，以及受铝原料采购价格上涨导致铝型材贸易业务销售毛利率下降影响，近年公司销售毛利率呈明显下降趋势。公司城市更新业务毛利率相对稳定，截至2021年末公司尚有较大规模的在建及拟建三旧改造项目，业务持续性较好，但值得注意的是存货中完工代售的地产项目规模较大，需关注去化压力。2019-2021年公司收现比均大于1，主业收现能力较好。

公司通过与绿地集团、碧桂园等房企合作，参股部分房地产开发项目，获得了一定的投资收益；近年公司投资收益主要来自于与绿地集团合作开发的香树花城项目，投资收益对公司利润水平形成了一定补充；但值得注意的是，截至2021年末，香树花城项目相关的投资收益尚未回款。截至2021年末，公司参股30%的广佛里智慧慢城项目已经开售，待项目完工交房后预计能为公司带来一定投资收益。但值得注意的是，投资收益受相关项目的开发节奏、销售情况等因素影响而有所波动。近年公司应收款项规模较大，且存在一定规模因逾期而转入应收账款的应收商业承兑汇票，应收款项形成的信用减值损失一定程度侵蚀了公司的利润水平。

近年公司获得一定的政府补贴，2019-2021年公司分别获得计入其他收益的政府补贴9,253.75万元、669.32万元及715.06万元，对公司的利润水平形成了一定的补充。

表18 公司主要盈利指标（单位：亿元）

| 指标名称 | 2022年3月 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
|--------|---------|--------|--------|--------|
| 收现比 | 1.16 | 1.03 | 1.02 | 1.01 |
| 营业收入 | 34.19 | 140.13 | 108.47 | 82.07 |
| 营业利润 | 1.11 | 5.18 | 4.50 | 7.59 |
| 其他收益 | 0.01 | 0.07 | 0.07 | 0.93 |
| 投资收益 | 0.01 | 0.02 | 0.28 | 0.43 |
| 信用减值损失 | 0.00 | -1.04 | -0.08 | -1.15 |
| 利润总额 | 1.10 | 5.10 | 4.62 | 7.72 |
| 销售毛利率 | 7.16% | 10.24% | 11.38% | 18.65% |

注：2019-2020年信用减值损失金额为资产减值损失中的坏账准备金额，损失以“-”号列示。

资料来源：公司2019-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

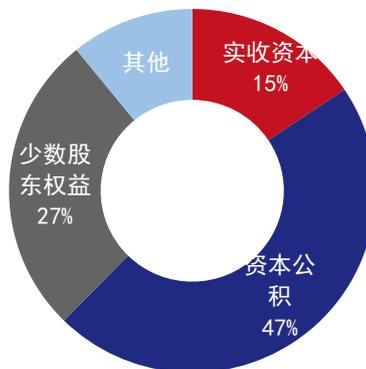
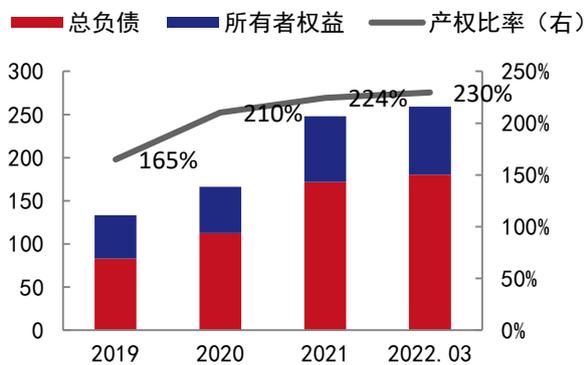
公司负债水平较高，总债务规模较大，且短期债务占比高，存在较大的偿债压力

近年公司业务发展较快，负债规模有所增加，2021年末公司总负债为171.61亿；2021年公司发行永续债16亿元，此外股东及当地政府向公司增资2.26亿元，截至2021年末所有者权益增长至76.52亿元；综合影响下，2022年3月末公司产权比率为230%，所有者权益对负债的保障程度较低。另外值得注意的是，2017年公司因承接彩管公司历史债务并进行债转股，使得彩管公司划入公司时形成大额负未分配利润约

15亿元；在公司近年经营积累等综合影响下，截至2021年末公司未分配利润为-8.71亿元。

图 5 公司资本结构（单位：亿元）

图 6 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债结构以流动负债为主，其中短期借款、应付票据等短期债务规模较大，长期借款、应付债券占比亦较高。

公司短期借款规模较大且近年增长较快，主要系新亚铝业务迅速增长须投入更多运营资金所致；截至 2021 年末，短期借款以信用借款及保证借款为主，短期借款年利率区间为 3.00%-5.00%；同期公司应付票据包括 9.16 亿元银行承兑汇票和 9.32 亿元商业承兑汇票，近年公司应付票据规模大幅增长，系 2021 年以来建投城建加大使用票据供应商进行结算。

截至 2021 年末，其他应付款主要为公司与当地国企及三旧改造项目合作方之间的往来款；同期一年内到期的非流动负债主要包括 4.65 亿元一年内到期的长期借款，以及 1.95 亿元一年内到期的融资租赁款。

截至 2021 年末，公司其他流动负债主要包括 5.03 亿元短期应付债券，及 10.97 亿元有息资金拆借，其中短期应付债券为“21 佛山建投 SCP002”未偿还本息，资金拆借款为公司控股的城市更新项目开发主体与项目合作方之间的资金拆借款，资金拆借年利率为 7.00%-8.00%，借款期限由项目销售进度及资金情况确定，还款来源为项目销售形成的现金流。

截至 2021 年末，公司长期借款主要为城市更新及住房租赁项目的开发贷款，借款形式以担保+抵押借款、保证+抵押借款为主，担保人多为公司本部，抵押物主要为相关项目开发成本，长期借款的利率区间为 4.00%-8.00%；同期应付债券为“20 佛山建投债 01”、中期票据以及“生命资产-佛山建投不动产投资计划”三支债券未偿还本息。

截至 2021 年末，租赁负债主要为公司以租赁方式取得乐从葛岸村、产业园等项目开发用地而形成，其中乐从葛岸村项目租赁付款额合计 2.90 亿元，租赁期限为 24 年；同期长期应付款均为应付融资租赁款，借款利率为 5.80%。

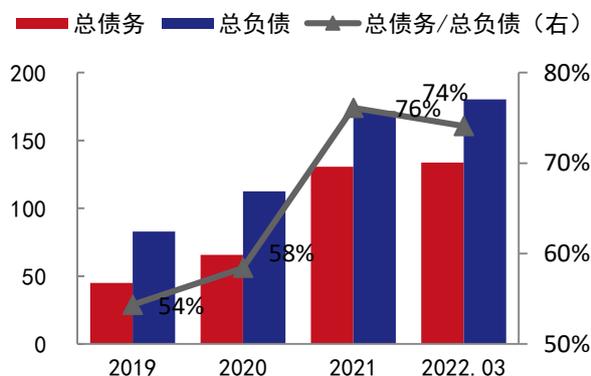
表19 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022年3月 | | 2021年 | | 2020年 | | 2019年 | |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|--------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 32.00 | 17.74% | 30.32 | 17.67% | 22.04 | 19.58% | 11.38 | 13.73% |
| 应付票据 | 27.74 | 15.38% | 18.48 | 10.77% | 2.80 | 2.49% | 0.00 | 0.00% |
| 应付账款 | 12.41 | 6.88% | 15.10 | 8.80% | 16.44 | 14.61% | 15.66 | 18.89% |
| 其他应付款（合计） | 14.50 | 8.04% | 7.15 | 4.17% | 9.82 | 8.73% | 7.67 | 9.25% |
| 一年内到期的非流动负债 | 9.56 | 5.30% | 6.69 | 3.90% | 13.02 | 11.57% | 10.94 | 13.20% |
| 其他流动负债 | 9.88 | 5.48% | 26.75 | 15.59% | 9.79 | 8.70% | 0.00 | 0.00% |
| 流动负债合计 | 126.24 | 69.98% | 122.86 | 71.59% | 88.37 | 78.52% | 61.65 | 74.36% |
| 长期借款 | 20.84 | 11.55% | 21.16 | 12.33% | 14.58 | 12.96% | 16.12 | 19.44% |
| 应付债券 | 18.10 | 10.04% | 18.15 | 10.57% | 5.00 | 4.44% | 0.00 | 0.00% |
| 租赁负债 | 3.69 | 2.04% | 3.80 | 2.21% | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% |
| 长期应付款（合计） | 0.00 | 0.00% | 0.01 | 0.01% | 0.00 | 0.00% | 0.50 | 0.60% |
| 非流动负债合计 | 54.15 | 30.02% | 48.75 | 28.41% | 24.17 | 21.48% | 21.26 | 25.64% |
| 负债合计 | 180.38 | 100.00% | 171.61 | 100.00% | 112.54 | 100.00% | 82.91 | 100.00% |
| 总债务 | 133.65 | 74.10% | 130.60 | 76.10% | 65.73 | 58.41% | 45.04 | 54.32% |

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

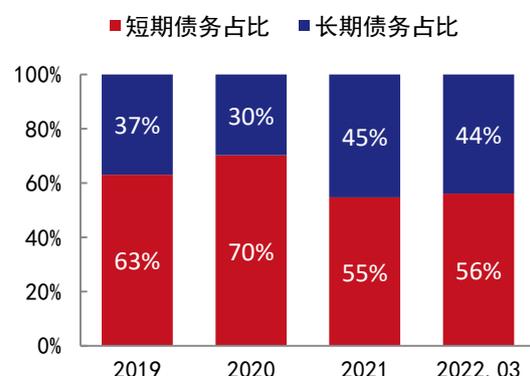
公司总债务规模较大且近年增长较快，截至2022年3月末总债务达133.65亿元，且以短期债务为主，一年内到期的债务规模达75.02亿元，公司债务存在较大的集中偿付压力。

图 7 公司债务占负债比重（单位：亿元）



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 8 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司存在较大的偿债压力。公司资产负债率较高且呈逐年上升，2022年3月末资产负债率达69.67%；

由于公司债务结构以短期债务为主，且短期债务规模增长较快，现金类资产对短期债务的保障程度较差且呈下降趋势，短期偿债压力较大；受债务规模增长带动应付利息规模增加、以及铝型材贸易业务毛利率下降导致EBITDA增长乏力，2019年以来EBITDA利息保障倍数波动下降。

表20 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2022年3月 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
|---------------|---------|--------|--------|--------|
| 资产负债率 | 69.67% | 69.16% | 67.75% | 62.25% |
| 现金短期债务比 | 0.55 | 0.54 | 0.61 | 0.59 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 1.77 | 2.24 | 4.25 |

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，公司本部、建投城建、佛山建投置业有限公司从2019年1月日至2022年4月26日，建投城发从2019年1月日至2022年4月27日，佛山市城市建设工程有限公司从2019年1月日至2022年5月6日，新亚铝从2019年1月日至2022年5月13日，均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年3月末，公司对外担保金额合计6.14亿元，占当期末净资产的7.82%；担保对象佛山市广佛里投资有限公司系公司与碧桂园合作开发的广佛里智慧慢城特色小镇项目的项目公司，公司持有该公司30%的股权。公司对外担保均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

表21 截至 2022 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保方 | 担保金额 | 担保到期日 | 是否有反担保 |
|--------------|------------------|-----------|--------|
| 佛山市广佛里投资有限公司 | 29,595.00 | 2025/5/28 | 否 |
| 佛山市广佛里投资有限公司 | 22,800.00 | 2025/4/20 | 否 |
| 佛山市广佛里投资有限公司 | 9,000.00 | 2025/1/6 | 否 |
| 合计 | 61,395.00 | - | - |

资料来源：公司提供

九、抗风险能力分析

公司主要以城市更新方式承担佛山市国资体系内的土地开发建设任务，以及佛山市住房租赁改革试点任务，截至2022年3月末公司主要在建及拟建城市更新及住房租赁项目规模较大，业务持续性较好。此外近年公司铝型材及有色金属材料贸易业务发展较快，收入规模持续增长。

但中证鹏元关注到，公司存货及应收款项占资产比重较高，对营运资金占用较大；且存货以城市更新项目开发成本为主，存在一定去化压力，应收款项存在一定的回收风险；此外公司负债水平较高，总债务规模较大且增长较快，债务结构以短期债务为主，现金短期债务比较低；且近年公司经营活动现金流表现欠佳，截至2022年3月末，公司主要在建及拟建的城市更新与住房租赁项目预计总投资规模较大，未来随着项目建设推进，尚需投入较多建设资金。

十、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司主营业务收入及现金流是本期债券还本付息资金的主要来源。近年公司经营情况良好，收入规模增长较快，2019-2021年公司实现营业收入分别为82.07亿元、108.47亿元及140.13亿元，利润总额分别为7.72亿元、4.62亿元及5.10亿元。但值得注意的是，近年公司销售毛利率呈下降趋势，盈利能力有所减弱，此外公司2019-2021年经营现金流净额分别为1.43亿元、-5.99亿元及-0.31亿元，经营活动现金流的表现欠佳。

公司资产抵押融资或变现亦为本期债券还本付息提供了一定保障。截至2022年3月末，公司投资性房地产及无形资产中均包含一定规模已办妥权属登记且尚未抵押的土地、房屋等资产，此外公司持有的部分城市更新项目及住房租赁项目的资产区位较好，特殊情况下公司可通过将前述资产抵押融资或变现，为本期债券还本付息提供一定保障。但中证鹏元注意到，受当地土地市场及房地产景气度的影响，公司的土地资产及城市更新项目资产的价值可能面临一定波动，且较难集中变现。

十一、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA+。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元） | 2022年3月 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
|---------------|---------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 36.71 | 36.56 | 22.93 | 15.97 |
| 应收票据及应收账款 | 34.25 | 36.22 | 27.47 | 17.51 |
| 应收账款 | 29.32 | 35.11 | 22.62 | 16.74 |
| 存货 | 91.23 | 87.82 | 64.36 | 50.36 |
| 流动资产合计 | 206.02 | 201.32 | 129.34 | 100.63 |
| 非流动资产合计 | 52.90 | 46.81 | 36.78 | 32.54 |
| 资产总计 | 258.92 | 248.13 | 166.12 | 133.18 |
| 短期借款 | 32.00 | 30.32 | 22.04 | 11.38 |
| 应付票据 | 27.74 | 18.48 | 2.80 | 0.00 |
| 一年内到期的非流动负债 | 9.56 | 6.69 | 13.02 | 10.94 |
| 流动负债合计 | 126.24 | 122.86 | 88.37 | 61.65 |
| 长期借款 | 20.84 | 21.16 | 14.58 | 16.12 |
| 应付债券 | 18.10 | 18.15 | 5.00 | 0.00 |
| 长期应付款 | 0.00 | 0.01 | 0.00 | 0.50 |
| 非流动负债合计 | 54.15 | 48.75 | 24.17 | 21.26 |
| 负债合计 | 180.38 | 171.61 | 112.54 | 82.91 |
| 总债务 | 133.65 | 130.60 | 65.73 | 45.04 |
| 所有者权益 | 78.54 | 76.52 | 53.58 | 50.27 |
| 营业收入 | 34.19 | 140.13 | 108.47 | 82.07 |
| 营业利润 | 1.11 | 5.18 | 4.50 | 7.59 |
| 其他收益 | 0.01 | 0.07 | 0.07 | 0.93 |
| 利润总额 | 1.10 | 5.10 | 4.62 | 7.72 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -0.08 | -0.31 | -5.99 | 1.43 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -5.37 | -14.94 | -0.88 | -11.55 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 5.59 | 29.51 | 9.56 | 4.06 |
| 财务指标 | 2022年3月 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
| 销售毛利率 | 7.16% | 10.24% | 11.38% | 18.65% |
| 收现比 | 1.16 | 1.03 | 1.02 | 1.01 |
| 资产负债率 | 69.67% | 69.16% | 67.75% | 62.25% |
| 现金短期债务比 | 0.55 | 0.54 | 0.61 | 0.59 |
| EBITDA（亿元） | -- | 8.03 | 7.57 | 10.12 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 1.77 | 2.24 | 4.25 |

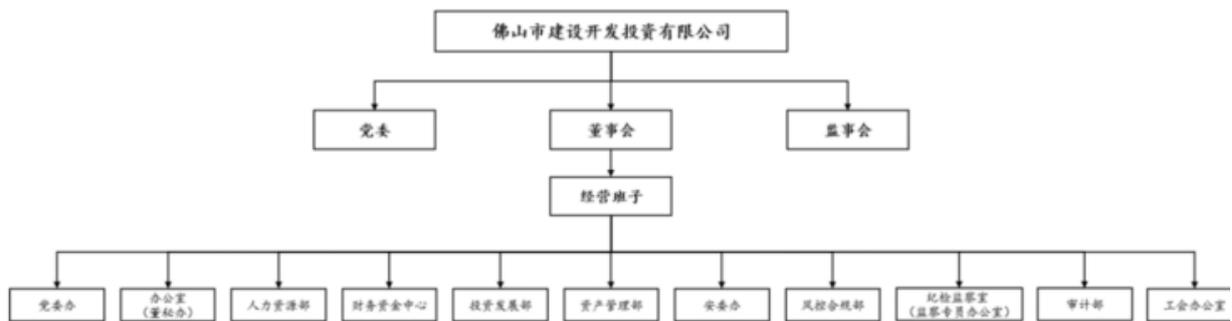
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022年3月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：亿元）

| 公司名称 | 注册资本 | 持股比例 | 主营业务 |
|---------------|------|---------|------------------|
| 佛山建投置地有限公司 | 0.50 | 100.00% | 房地产开发与物业租赁 |
| 佛山建投城市发展有限公司 | 0.50 | 100.00% | 房地产开发与物业租赁 |
| 佛山建投置业有限公司 | 3.00 | 100.00% | 房地产投资与开发、物业租赁与管理 |
| 佛山建投城市建设有限公司 | 0.50 | 100.00% | 市政工程的建设与维护 |
| 佛山市城市建设工程有限公司 | 5.00 | 60.00% | 房屋建筑及市政工程建设与施工 |

资料来源：公司 2021 年审计报告、公司提供、公开资料，中证鹏元整理

附录五 公司铝型材贸易业务前五大供应商及客户情况（单位：亿元）

| 年度 | 供应商 | 采购项目 | 采购金额 | 占总采购金额比例 |
|-------|----------------|------|--------------|----------------|
| 2019年 | 肇庆亚洲铝厂有限公司 | 委托加工 | 14.01 | 99.51% |
| | 上海卓盈金属材料有限公司 | 铝锭铝棒 | 0.05 | 0.36% |
| | 佛山市南海卓文贸易有限公司 | 铝锭铝棒 | 0.02 | 0.14% |
| | 合计 | - | 14.08 | 100.00% |
| 2020年 | 肇庆亚洲铝厂有限公司 | 委托加工 | 16.73 | 98.21% |
| | 上海卓盈金属材料有限公司 | 铝锭铝棒 | 0.29 | 1.68% |
| | 佛山市南海卓文贸易有限公司 | 铝锭铝棒 | 0.02 | 0.11% |
| | 合计 | - | 17.04 | 100.00% |
| 2021年 | 肇庆高新区森原铝业有限公司 | 委托加工 | 17.08 | 81.29% |
| | 肇庆亚洲铝厂有限公司 | 委托加工 | 3.93 | 18.71% |
| | 合计 | - | 21.01 | 100.00% |
| 年度 | 销售客户 | 销售产品 | 销售金额 | 占总销售金额比例 |
| 2019年 | 江苏爱康科技股份有限公司 | 铝型材 | 3.63 | 5.68% |
| | 合肥润亚商贸有限公司 | 铝型材 | 2.87 | 4.49% |
| | 济南肇亚建材有限公司 | 铝型材 | 2.44 | 3.82% |
| | 浙江亚厦幕墙有限公司 | 铝型材 | 1.92 | 3.00% |
| | 合肥润亚新能源科技有限公司 | 铝型材 | 1.62 | 2.54% |
| | 前五大客户合计 | - | 12.48 | 19.53% |
| 2020年 | 青岛万和装饰门窗工程有限公司 | 铝型材 | 3.64 | 5.78% |
| | 合肥润亚商贸有限公司 | 铝型材 | 1.79 | 2.85% |
| | 深圳市晟创实业有限公司 | 铝型材 | 2.09 | 3.33% |
| | 广州江河幕墙系统工程有限公司 | 铝型材 | 1.90 | 3.03% |
| | 合肥润亚新能源科技有限公司 | 铝型材 | 1.27 | 2.01% |
| | 前五大客户合计 | - | 10.69 | 17.01% |
| 2021年 | 济南肇亚建材有限公司 | 铝型材 | 5.45 | 5.72% |
| | 深圳市晟创实业有限公司 | 铝型材 | 3.39 | 3.56% |
| | 陕西亚铝商贸有限公司 | 铝型材 | 3.12 | 3.27% |
| | 湖南铝鑫贸易有限公司 | 铝型材 | 3.09 | 3.24% |
| | 合肥润亚商贸有限公司 | 铝型材 | 2.99 | 3.13% |
| | 前五大客户合计 | - | 18.03 | 18.93% |

注：以上金额及占比均按照含税金额计算。

资料来源：公司提供

附录六 公司有色金属材料贸易业务前五大供应商及客户情况（单位：亿元）

| 采购年份 | 供应商 | 采购项目 | 采购金额 | 占总采购金额比例 |
|-------|----------------------|-------|--------------|---------------|
| 2019年 | 广东华亚实业集团有限公司 | 铝锭、铝棒 | 8.02 | 17.66% |
| | 靖西市鲁桂铝业有限公司 | 铝棒 | 6.23 | 13.71% |
| | 山东信发华源贸易有限公司 | 铝棒 | 5.40 | 11.88% |
| | 上海卓盈金属材料有限公司 | 铝锭、铝棒 | 5.14 | 11.32% |
| | 佛山市南海卓文贸易有限公司 | 铝锭、铝棒 | 3.20 | 7.04% |
| | 前五大供应商合计 | | 27.99 | 61.62% |
| 2020年 | 上海卓盈金属材料有限公司 | 铝锭、铝棒 | 11.85 | 15.16% |
| | 靖西市鲁桂铝业有限公司 | 铝锭、铝棒 | 10.21 | 13.06% |
| | 佛山市华聚投资控股有限公司 | 电解铜 | 9.22 | 11.79% |
| | 佛山市启来金属贸易有限公司 | 铝锭、铝棒 | 8.23 | 10.52% |
| | 佛山市铜都金属科技有限公司 | 电解铜 | 5.29 | 6.76% |
| | 前五大供应商合计 | | 44.80 | 57.29% |
| 2021年 | 佛山市泽宇同创金属材料有限公司 | 铝锭、铝棒 | 33.76 | 30.56% |
| | 广亚铝业有限公司 | 铝锭 | 14.49 | 13.11% |
| | 广西百金铝业有限公司 | 铝棒 | 9.42 | 8.53% |
| | 佛山市泽宇同创金属材料有限公司广州分公司 | 铝锭、铝棒 | 8.61 | 7.79% |
| | 佛山市启来金属贸易有限公司 | 铝锭、铝棒 | 6.43 | 5.82% |
| | 前五大供应商合计 | - | 72.71 | 65.81% |
| 销售年份 | 销售客户 | 销售产品 | 销售金额 | 占总销售金额比例 |
| 2019年 | 上海万易金属有限公司 | 铝棒 | 1.20 | 62.96% |
| | 雪松大宗商品供应链集团有限公司 | 铝锭 | 0.19 | 10.03% |
| | 广东川红实业有限公司 | 铝棒 | 0.18 | 9.71% |
| | 广州联华实业有限公司 | 铝锭 | 0.11 | 6.04% |
| | 上海正晟国际贸易有限公司 | 铝锭 | 0.10 | 5.37% |
| | 前五大客户合计 | - | 1.79 | 94.12% |
| 2020年 | 珠海华发商贸控股有限公司 | 电解铜 | 11.59 | 33.11% |
| | 云南交投集团物资有限公司 | 电解铜 | 4.69 | 13.41% |
| | 广州市建材发展集团有限公司 | 铝锭铝棒 | 4.33 | 12.36% |
| | 云南云岭高速公路工程物资有限公司 | 铝锭铝棒 | 3.93 | 11.22% |
| | 广州铜邦贸易有限公司 | 电解铜、锌 | 3.25 | 9.27% |
| | 前五大客户合计 | - | 27.78 | 79.37% |
| 2021年 | 佛山市海呈供应链管理有限公司 | 铝棒 | 9.47 | 24.74% |
| | 广州机制砂实业有限公司 | 铝锭 | 6.39 | 16.69% |
| | 清远市兴海铜业有限公司 | 电解铜、铜 | 2.77 | 7.23% |
| | 广州市建材发展集团有限公司 | 铝锭 | 2.47 | 6.45% |

| | | | |
|----------------|----|--------------|---------------|
| 广东坚宝电缆有限公司 | 铜杆 | 1.87 | 4.89% |
| 前五大客户合计 | - | 22.97 | 59.99% |

注：以上金额及占比均按照含税金额计算。

资料来源：公司提供

附录七 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|--|
| 销售毛利率 | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 收现比 | $\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 资产负债率 | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$ |
| 现金短期债务比 | $\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$ |
| 现金类资产 | $\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$ |
| EBITDA | $\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$ |
| EBITDA 利息保障倍数 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$ |
| 短期债务 | $\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$ |
| 长期债务 | $\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$ |
| 总债务 | $\text{短期债务} + \text{长期债务}$ |

附录八 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|-----------------|
| AAA | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| AA | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| A | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| BB | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| B | 债务安全性低，违约风险高。 |
| CCC | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| CC | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| C | 债务无法得到偿还。 |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|---------------------------------|
| AAA | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| A | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。 |
| B | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。 |
| C | 不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

| 类型 | 定义 |
|----|--------------------|
| 正面 | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| 稳定 | 情况稳定，未来信用等级大致不变。 |
| 负面 | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |